

การพิจารณาผลกระทบของการประกาศซื้อหุ้นคืนต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Re-Appraising Stock-Repurchase Announcement Impacting on Abnormal Stock Return: Evidence From the Stock Exchange of Thailand

เมธาวัดน์ ตุงคโสภา* กุลบุตร โกเมนกุล²

Methawat Thungkasopa* Kulabutr Komenkul²

Received : August 29, 2020 Revised : March 4, 2020 Accepted : March 28, 2020

บทคัดย่อ

การซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือทางการเงินอย่างหนึ่งที่ใช้กันในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเพื่อสำรวจการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศซื้อหุ้นคืนของตลาดโดยศึกษาจากการอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ในช่วงก่อนและหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน รวมทั้งได้ทำการวิเคราะห์แบบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 8 กลุ่ม เพื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม โดยกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยฉบับนี้ มีทั้งสิ้น 91 บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดเอ็ม เอ ไอ (mai) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการประกาศซื้อหุ้นคืนทั้งหมดเป็นจำนวน 117 ครั้ง นับตั้งแต่เริ่มมีการประกาศซื้อหุ้นคืนครั้งแรกในวันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนและหลังการประกาศซื้อหุ้นคืนในระยะสั้น 1 วัน ก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนจากกลุ่มตัวอย่างแสดงให้เห็นถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่ร้อยละ 0.41 จนถึง 1 วันหลังการประกาศซื้อหุ้นคืนที่มีการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยร้อยละ 2.80 ในส่วนของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนั้น เป็นบวกถึงร้อยละ 3.61 และร้อยละ 3.63 หลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืน 15 วันและ 1 เดือนตามลำดับซึ่งเป็นการเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ: การประกาศซื้อหุ้นคืน ผลตอบแทนที่ผิดปกติ ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

* นักศึกษาระดับปริญญาโท หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรังสิต

* Master Student, Master of Business Administration, Rangsit Business School, Rangsit University

² อาจารย์ประจำ สาขาการเงินและการลงทุน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรังสิต

² Lecturer, Rangsit Business School, Rangsit University

Abstract

The stock repurchase of companies is a significant financial instrument applying to the global stock exchange. This study aims to find the effect of the stock repurchase announcement on stock returns. Additionally, the researcher studies abnormal return (AR) and cumulative abnormal return (CAR) of Thai common stock between pre-period and post-period of the stock repurchase announcement. This research classifies companies by 8 sectors to analysis and compare their abnormal return. The sample in this study are 91 firms on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (mai). In the Thai stock market, stock repurchase was initiated on July 4, 2001. Thus, the number of stock repurchase is totally 117 from 2001 to 2017. The findings show that there is a positive return after the day of repurchase announcement and the abnormal return (AR) is at 2.80 percent at the first day in the post-announcement period. For cumulative abnormal return (CAR), it also shows a positive and statistically significant only in the period after the announcement and then increases to 3.61 percent at the fifteenth day and 3.63 percent at the first month after repurchase announcement.

Keyword: Stock repurchase, Abnormal return, Cumulative abnormal return

1. บทนำ

ในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์ หรือที่เรียกกันทั่วไปว่าตลาดหุ้น คือแหล่งรวบรวมและระดมเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ ภายนอกกิจการซึ่งถือว่าเป็นสถาบันที่มีความสำคัญต่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และระบบเศรษฐกิจ โดยกิจการจะทำการรวบรวมเงินทุนผ่านการจำหน่ายหุ้นสามัญของบริษัทเองให้กับผู้สนใจ โดยราคาหุ้นจะถูกกำหนดจากหลาย ๆ ปัจจัย เช่น ความต้องการของตลาด ปัจจัยพื้นฐานของบริษัท นโยบายภาครัฐ และสถานการณ์ในปัจจุบัน แต่ราคาหุ้นของบริษัทในบางครั้งก็ไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้ หรือไม่อาจสะท้อนราคาที่เหมาะสมของตัวธุรกิจ จึงทำให้ราคาหุ้นสูงหรือต่ำเกินไปจากมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ในช่วงเวลาที่ราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง บริษัทจึงจำเป็นต้องใช้เครื่องมือต่าง ๆ เพื่อทำให้ราคาหุ้นกลับมาสู่ราคาที่เหมาะสม ซึ่งหนึ่งในนั้นคือเครื่องมือทางการเงิน ที่เรียกว่า การซื้อหุ้นคืน (Stock repurchase)

สำหรับในประเทศไทยได้มีการอนุญาตให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถซื้อคืนหุ้นสามัญของบริษัทได้ตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริษัทสามารถบริหารงานทางการเงินในกรณีที่ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็น ซึ่งถือว่าเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ค่อนข้างใหม่สำหรับประเทศไทยเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศอังกฤษ ที่อนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนครั้งแรกเมื่อ พ.ศ. 2524 ประเทศออสเตรเลียอนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนได้ใน พ.ศ. 2534 ทางด้านประเทศสิงคโปร์ และฝรั่งเศส เริ่มมีการอนุญาตให้บริษัทซื้อหุ้นคืนได้เมื่อพ.ศ. 2541 (นราทิพย์ ทับเที่ยง, 2552:108) ทั้งนี้การซื้อหุ้นคืนอาจเป็นนโยบายด้านเงินปันผลอีกรูปแบบหนึ่ง ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นนั้นสูงขึ้นได้ หรืออาจเพราะราคาหุ้นในตลาดนั้นต่ำเกินไป ทางผู้บริหารจึงต้องตัดสินใจใช้เงินสดที่มีอยู่ในระบบของบริษัททำการซื้อหุ้นคืนกลับมา ซึ่งทางผู้บริหารจะอาศัยข้อมูลภายในที่มีมากกว่านักลงทุนรายย่อยทั่วไป ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนจึงเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) และสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis-EMH) ตามทฤษฎีข้างต้นนี้เป็นทฤษฎีที่นักลงทุนควรศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทส่งสัญญาณให้กับผู้ลงทุนรายย่อย โดยจะนำไปสู่การปรับตัวขึ้นลงของราคาหุ้นได้ จากข้อความข้างต้นผู้วิจัยเห็นว่าการเกิดผลตอบแทน

ที่ผิดปกติและผิดปกติสะสมที่เกิดจากการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นผลทำให้เกิดกำไรจากการขายหุ้นของนักลงทุนบางกลุ่ม ซึ่งมีจำนวนน้อยเพราะข้อมูลที่ไม่สามารถรับรู้ได้ในวงกว้าง ซึ่งทำให้นักลงทุนส่วนใหญ่โดยเฉพาะรายย่อยขาดโอกาสในการรับผลตอบแทนจากการประกาศซื้อหุ้นคืน แต่ปัญหาของนักลงทุนรายย่อยทั่วไปไม่สามารถที่จะคาดการณ์ได้ว่าผลตอบแทนที่เกิดจากการประกาศซื้อหุ้นคืนนั้นจะเป็นบวกในระยะเวลาอันเท่าไร ควรจะลงทุนในหุ้นตัวนั้นหรือไม่ หรือหาช่วงเวลาในการถือหุ้นว่าจะต้องถือไว้และขายออกเมื่อไหร่ ก่อนที่ผลตอบแทนที่ผิดปกติจะกลับเข้าสู่สภาวะปกติ รวมทั้งในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้แยกหมวดอุตสาหกรรมเพื่อให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจได้ง่ายขึ้น

1.1 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ให้ความสำคัญในการศึกษาถึงเหตุการณ์ที่บริษัทซื้อหุ้นคืนโดยจะศึกษาในด้านของผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์โดยมีวัตถุประสงค์ดังต่อไปนี้

- 1.1.1 ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงก่อนและหลังประกาศการซื้อหุ้นคืน
- 1.1.2 คำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติรวมถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นในกลุ่มหุ้นที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน
- 1.1.3 ทดสอบผลตอบแทนที่ผิดปกติและผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเพื่อหาค่านัยสำคัญทางสถิติ

2. เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมุติฐานในงานวิจัย

2.1 แนวคิดและหลักการในการซื้อหุ้นคืน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด เอ็ม เอ ไอ มีการซื้อหุ้นคืนครั้งแรกตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการบริหารทางการเงินและรักษาระดับราคาของหุ้น เมื่อราคาหุ้นต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานที่ควรจะเป็น และบริษัทมีกำไรสะสมและสภาพคล่องทางการเงินสูงกว่าความต้องการใช้ดำเนินธุรกิจในช่วงระยะเวลาดำเนินงาน

2.1.1 วิธีการซื้อคืนหุ้นมี 2 วิธีดังต่อไปนี้

- 1) การซื้อบนกระดานหลัก (Main Board) โดยราคาที่ต้องซื้อต้องไม่เกินกว่าร้อยละ 115 ของราคาปิดของหุ้นเฉลี่ย 5 วันทำการซื้อขายก่อนหน้า หากเลือกวิธีนี้จะซื้อหุ้นคืนได้ไม่เกินร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้ว
- 2) เสนอซื้อเป็นการทั่วไป (General Offer: GO) เป็นวิธีที่มีความยืดหยุ่นเรื่องราคาในการเสนอซื้อและจำนวนซื้อ ซึ่งไม่ถูกควบคุมราคาและบริษัทอาจซื้อเกินหรือไม่เกินร้อยละ 10 ของทุนชำระแล้วก็ได้ บริษัทต้องเปิดเผยโครงการซื้อคืนหุ้นล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วันก่อนการซื้อคืนโดยซื้อคืนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือน แต่การเสนอซื้อจากผู้ถือหุ้นเป็นการทั่วไปต้องมีระยะเวลาการดำเนินการไม่น้อยกว่า 10 วัน แต่ไม่เกิน 20 วัน

2.2 Modigliani-Miller Theory

Modigliani-Miller ได้มีการนำเสนอแนวคิดพื้นฐานให้กับบริษัทหรือองค์กรทางการเงินสมัยใหม่โดยพื้นฐานของทฤษฎีนี้ก็คือการว่าด้วยเรื่องของการสร้างเงินทุนหรือโดยทั่วไปเรียกว่า The Capital Structure Irrelevance Principle โดยในแนวคิดนี้จะมีหลักสำคัญอยู่ 4 ประการ ประการแรกคือการแสดงให้เห็นว่าอัตราหนี้สินต่อส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดภายใต้เงื่อนไขที่ตายตัว ประการที่สองคือการใช้เงินลงทุนที่ไม่แสดงถึงความสัมพันธ์กับต้นทุนทางการเงินโดยเฉลี่ย(WACC)โดยมีนัยสำคัญ ประการที่สามคือการแสดงให้เห็นว่ามูลค่าทางการตลาดของบริษัทนั้นไม่ได้สอดคล้องกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท และประการที่สี่ซึ่งเป็นประการสุดท้ายคือการให้น้ำหนักกับผู้ถือหุ้นซึ่งอาจจะดำเนินกลยุทธ์ทางการเงินที่ไม่เป็นกลางหรือไม่เหมาะสม

2.3 สมมุติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดซึ่งมีราคาของหลักทรัพย์ที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง (Relevant Information) กับหลักทรัพย์ทุกประเภทอย่างรวดเร็วถูกต้องและทั่วถึงโดยผ่านการรับรู้ของนักลงทุนในตลาด และกระบวนการทำกำไรในตลาดอย่างไม่เป็นธรรม หรือการสร้างผลตอบแทนส่วนเกินจากกำไรปกติไม่สามารถเกิดขึ้นได้โดยเป้าหมายสูงสุดในการมีตลาดการเงินนั้นคือการมีตลาดสมบูรณ์ (Perfect Market) ซึ่งหมายถึง ตลาดที่ไร้ภาวะแรงเสียดทาน (Frictionless) และข้อมูลข่าวสารที่ไหลเวียนในตลาด (Information Flow) ต้องเป็นไปโดยมีประสิทธิภาพ ไม่มีต้นทุนในการรับรู้ข้อมูลประสิทธิภาพทางการตลาดแบ่งเป็นลักษณะต่าง ๆ ได้ 3 ลักษณะคือ

2.3.1 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ ข้อมูลต่าง ๆ ในอดีตจะสะท้อนราคาตลาดของหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำเนื่องจากนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกัน และข้อมูลด้านราคามีน้อย จึงไม่มีใครเอาเปรียบใครได้จากข้อมูลด้านราคา ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ ราคาหุ้นในปัจจุบันจึงมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม

2.3.2 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง ราคาตลาดปัจจุบันสะท้อนถึงข้อมูลที่ได้ประกาศให้สาธารณะทราบแล้วเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนทั่วไป ราคาตลาดเปลี่ยนแปลงไปเมื่อ Demand และ Supply ของหุ้นเปลี่ยนเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ จนกระทั่งเกิดดุลยภาพใหม่

2.3.3 ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูงราคาตลาดสะท้อนถึงข้อมูลทุกประเภทนักทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพมักจะบอกเสมอว่า ในเวลาใดเวลาหนึ่งราคาจะสะท้อนถึงสารสนเทศทั้งหมดที่มีอยู่ทั้งนี้ภายใต้ข้อสมมติที่ว่าไม่มีต้นทุนใดในการซื้อขายและการได้มาซึ่งข้อมูลมีความยืดหยุ่นมาก ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับนี้ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงข้อมูลที่ไม่เปิดเผยอีกด้วย (Inside Information)

2.4 ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information)

ในภาวะตลาดแท้จริงแล้วไม่ได้เป็นตลาดสมบูรณ์นักลงทุนมีข้อมูลน้อยกว่าผู้บริหารเกี่ยวกับมูลค่าและอนาคตของบริษัท ราคาหุ้นในตลาดจึงอาจไม่ตรงกับมูลค่าที่แท้จริงกล่าวคือการเข้าถึงข่าวสารของนักลงทุนทั่วไปกับผู้บริหารหรือบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องภายในกิจการนั้นไม่เท่าเทียมกัน

ในการศึกษาครั้งนี้ได้มีการยกตัวอย่างงานวิจัยจากหลาย ๆ ประเทศเช่น “การประกาศซื้อคืนหุ้นและผลตอบแทนที่ผิดปกติของกลุ่มบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในประเทศสวีเดน” ของ Lars Axelsson และ Philip Brissman (2011) ซึ่งมีผลการศึกษาระบุว่า การประกาศซื้อคืนหุ้นนั้นได้ทำให้เกิดการรับรู้ในส่วนของนักลงทุนบางกลุ่มและการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการประกาศข้อมูลออกมาหรือมีสัญญาณว่าหลักทรัพย์หรือหุ้นตัวนั้นจะมีราคาต่ำกว่ามูลค่า ทำให้ในระยะสั้นผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ 96% มีทั้งหมด 1 บริษัท ในวันที่ประกาศซื้อคืนหุ้นและผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในอีกสิบวันต่อมาที่ 32% มีทั้งหมด 2 บริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาวิจัยในทวีปยุโรปของ Wen Zhou (2014) ที่ศึกษาเรื่อง “ความสัมพันธ์ระหว่างหุ้นซื้อคืนและผลตอบแทนที่ได้รับของประเทศในทวีปยุโรปที่เข้าร่วมกลุ่มสหภาพยุโรปก่อนปี 2006” โดยกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยหุ้นซื้อคืนจำนวน 588 หุ้นที่ประกาศซื้อคืนภายในปี 2006-2013 พบว่าการเกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นค่าลบก่อนหน้าที่จะมีการประกาศซื้อคืนหุ้นอยู่ที่ 0.647% และค่อย ๆ ปรับกลับมาเป็นผลบวกตามลำดับหลังมีการประกาศซื้อคืนหุ้นที่ 2.39%

ในส่วนของการศึกษาในประเทศไทยได้มีการศึกษาวิจัยในเรื่องของผลตอบแทนที่ผิดปกติและผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เช่นเดียวกัน โดยมีงานวิจัยของ มฤตฤณ แจ่มอารทรา (2558) ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับ “ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและการประกาศซื้อคืนหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” โดยแบ่ง

ออกเป็น 2 ประการ ประการแรกคือ การศึกษาถึงความผิดปกติของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่มีการประกาศซื้อคืนหุ้น โดยการศึกษาในส่วนแรกได้ผลสอดคล้องกับสมมติฐานความต่ำการมูลค่า (Undervaluation Hypothesis) ซึ่งพบว่าในช่วงก่อนการประกาศมีอัตราผลตอบแทนเป็นค่าลบอย่างมีนัยสำคัญและเพิ่มมากขึ้นในช่วงหลังวันประกาศ และประการที่สอง คือศึกษาปัจจัยที่อธิบายถึงความผิดปกติของผลตอบแทนดังกล่าวโดยพบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และ “ผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาด เอ็ม เอ ไอ” นราทิพย์ ทับเที่ยง (2552) ได้ศึกษาพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเมื่อมีการประกาศโครงการซื้อคืนหุ้น แต่ทั้งนี้ไม่ได้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเมื่อมีการดำเนินการซื้อคืนหุ้น และผลการดำเนินงานของบริษัทที่ซื้อคืนหุ้นวัดโดยอัตราส่วนทางการเงินได้แก่ เงินปันผลต่อหุ้นมีการปรับตัวในทิศทางที่ดีภายหลังการประกาศโครงการซื้อคืนหุ้นทั้งในระยะสั้นและระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้งพบว่าราคาของหลักทรัพย์มีการปรับตัวในเชิงลบก่อนที่จะมีการประกาศลดทุนจดทะเบียนและทุนชำระแล้วของบริษัทที่ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นคืนได้ในระยะเวลา 3 ปี

จากที่กล่าวมาข้างต้นทำให้สามารถสรุปได้ว่า การศึกษาวิจัยเรื่องผลตอบแทนที่ผิดปกติ และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม นั้นเป็นที่สนใจในหลายประเทศและมีหลาย ๆ ตัวแปร หรือ รูปแบบความสัมพันธ์ที่ผู้วิจัยสามารถนำมาศึกษาเปรียบเทียบได้ โดยเฉพาะในงานวิจัยชิ้นนี้ผู้วิจัยได้ทำการแบ่งกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนออกเป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรมตามแบบของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาหาความแตกต่างและเปรียบเทียบผลการวิจัยและยังไม่มีงานวิจัยชิ้นใดศึกษาในรูปแบบนี้ในประเทศไทย

สมมติฐานในการวิจัย: ในการศึกษาผลกระทบเนื่องจากเหตุการณ์ที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประกาศซื้อหุ้นคืนที่มีผลต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญ มีสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 (H1): การประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

สมมติฐานที่ 2 (H2): ช่วงก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในภาพรวมเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

สมมติฐานที่ 3 (H3): ช่วงหลังการประกาศซื้อหุ้นคืนเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

สมมติฐานที่ 4 (H4): การประกาศซื้อหุ้นคืนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นบวกในบางกลุ่มอุตสาหกรรมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

3. วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 กระบวนการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้ผู้วิจัยได้ใช้การการศึกษาแบบเหตุการณ์ (Event study) โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่เริ่มอนุญาตให้มีการประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยตั้งแต่วันที่ 4 กรกฎาคม พ.ศ. 2544 – 31 ธันวาคม พ.ศ. 2560 ซึ่งผู้วิจัยได้มีการค้นหาวินิจฉัยเรื่องการประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยซึ่งมีงานวิจัยเรื่อง การศึกษาผลกระทบ การซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาด เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยจากการเก็บข้อมูลจะได้จำนวนข้อมูลดังนี้มีมีการประกาศซื้อหุ้นคืน 117 ครั้งข้อมูลที่น่าสนใจในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลที่รวบรวมจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) อ้างอิงจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและข้อมูลของหลักทรัพย์จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้แบ่งช่วงเวลาที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนของแต่ละบริษัทไว้ดังนี้

ตาราง 1 การประกาศซื้อหุ้นคืนแบ่งตามช่วงระยะเวลา

ช่วงระยะเวลา	จำนวนครั้ง	จำนวนบริษัท	บริษัทที่มีการประกาศมากกว่า 1 ครั้ง
2001-2005	24	24	MODERN (04,08,12)
2006-2010	55	48	SUSCO (05,08,10)
2011-2015	28	27	JAS (07,09,10,11,14,16) AH (06,16)
2016-2017	10	10	KCE (08,10,12) SVI (11,17)
			ZMICO (06,08,10)

ตาราง 2 จำนวนบริษัทที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry)	9
สินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Product)	4
ธุรกิจการเงิน (Financials)	9
สินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	17
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property & Construction)	12
ทรัพยากร (Resources)	7
บริการ (Services)	21
เทคโนโลยี (Technology)	12
รวมทั้งหมด	91

โดยเหตุการณ์ที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนนี้แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) 87 บริษัท และบริษัทในตลาด mai 4 บริษัทโดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาผู้วิจัยได้ใช้

3.2 Methodology

ผู้วิจัยได้มีนำสมการในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมดังนี้

คำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังโดยใช้ Market Model จากสมการ

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt}$$

โดยที่กำหนดให้ $E(R_{it})$ คืออัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น i ในเวลา t

R_{mt} คือผลตอบแทนจาก Market Portfolio ในเวลา t

คำนวณหาผลตอบแทนที่แท้จริง โดยจะนำไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่คาดหวัง เพื่อที่จะนำมาคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเวลาต่าง ๆ ซึ่งได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{mt})$$

$$\text{โดย } R_{it} = \frac{R_{it} - R_{it-1}}{R_{it-1}}$$

โดยที่ AR_{it} ผลตอบแทนที่ผิดปกติในของหุ้น i ในช่วงเวลา t

สำหรับการคำนวณหาผลรวมของผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้นสามัญหรือผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) ในระยะยาวสามารถคำนวณได้ตามสมการดังต่อไปนี้

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=q}^s AR_{it}$$

โดยที่ CAR_{it} คือผลรวมของ AR_{it} ตามช่วงเวลาที่กำหนด (t)

สำหรับการทดสอบทางสถิติของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยชุดข้อมูลจะเป็นแบบ cross-sectional จะใช้สมการดังต่อไปนี้

$$CAR_{(t1,t2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i(t1,t2)}$$

โดยกำหนดให้ N คือจำนวนเหตุการณ์การประกาศซื้อหุ้นคืน (Events)

ทำการทดสอบว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR) แตกต่างจากสมมุติฐาน อย่างมีสาระสำคัญหรือไม่ ด้วยค่า t -test ที่ระดับนัยสำคัญที่ 9095 และ 99 เปอร์เซ็นต์โดยใช้สมการ t -test ดังต่อไปนี้

$$t - test = \frac{CAR_t}{\sigma / \sqrt{N}}$$

โดย σ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหุ้น i ณ เวลา t

การทำการทบทวนผลงานวิจัย หรือ Robustness Check โดยใช้การทดสอบทางสถิติแบบ Non-Parametric ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะนำการทดสอบแบบ Wilcoxon Signed-Rank Test มาใช้ในการทดสอบโดยมีสมการดังต่อไปนี้

$$W = \sum_{i=1}^{n^i} R_i^{(t)}$$

$$Z = \frac{W - \mu_w}{\sigma_w}$$

4. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 ผลการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return: AR)

ผู้วิจัยได้ผลการศึกษาในรูปแบบการศึกษาการประกาศซื้อหุ้นคืน 15 วันและหลังซื้อหุ้นคืน 15 วัน (-15,+15) ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่ามีการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติภายใน 1 วัน (+1) หลังมีการประกาศซื้อหุ้นคืน สูงที่สุด ที่ร้อยละ 2.8 และการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติได้เริ่มเกิดขึ้นก่อนวันที่จะประกาศซื้อหุ้นคืน 1 วัน (-1) โดยที่มีอัตราผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 0.41 และเพิ่มขึ้นในวันที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน (0) ที่ร้อยละ 0.82 และภายหลังการประกาศซื้อหุ้นคืนผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าเป็นลบในวันที่ 2 หลังการประกาศซื้อหุ้นคืน ที่ลบร้อยละ 0.1 และในส่วนการเก็บข้อมูลในรูปแบบอัตราผลตอบแทนเป็นรายเดือน คือ ก่อนหน้าการประกาศซื้อหุ้นคืน 3 เดือน และหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน 6 เดือน (-3,+6) ได้ผลว่าการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีการอัตราสูงที่สุดในเดือนที่ประกาศซื้อหุ้นคืน (0) อยู่ที่ร้อยละ 0.82 รองลงมาคือก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน 2 เดือน(-2) ที่ร้อยละ 0.5 และหลังจากการประกาศซื้อหุ้นคืนผ่านไป 3 เดือน (+3) ที่ร้อยละ 0.15

4.2 ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR)

ผู้วิจัยได้ใช้กรอบระยะเวลาเดียวกันกับการศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ คือ ก่อนมีการประกาศซื้อหุ้นคืน 15 วันและหลังจากนั้น 15 วัน (-15,+15) โดยจะมีข้อแตกต่างคือจะไม่นำวันที่ประกาศซื้อหุ้นคืน (0) มาคำนวณ และในรูปแบบเดือนก็จะใช้ข้อมูลล่วงหน้าวันประกาศซื้อหุ้นคืน 3 เดือนและหลังจากเดือนที่ประกาศ 6 เดือน(-3,+6) ทั้งนี้จะไม่นำเดือนที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนมารวมคำนวณด้วยเช่นกัน

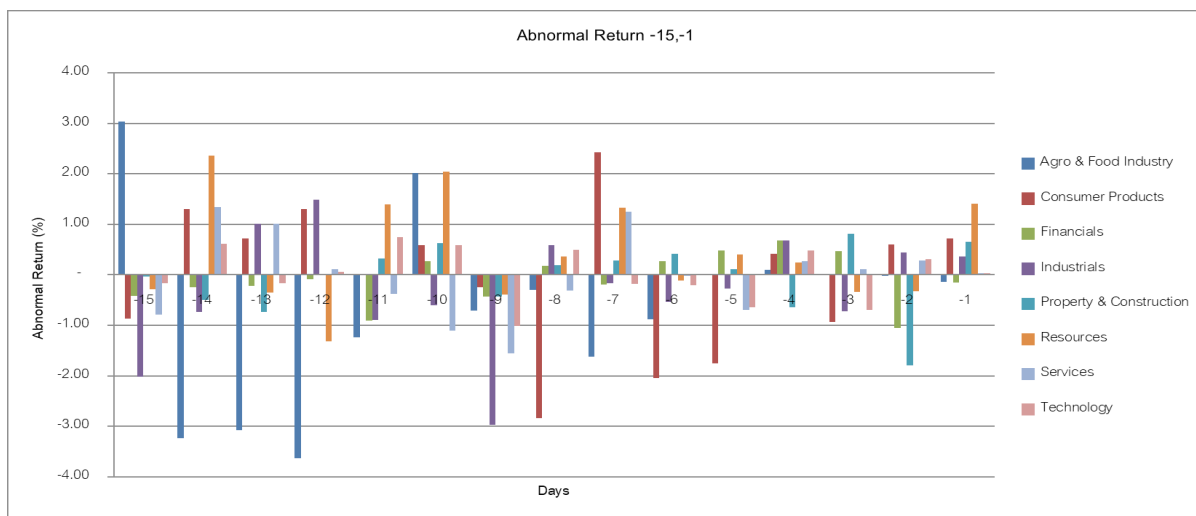
โดยผลการศึกษาผู้วิจัยพบว่า การประกาศซื้อหุ้นคืนมีผลทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(Cumulative Abnormal Return : CAR) ตั้งแต่วันแรก(+1) หลังการประกาศซื้อหุ้นคืนโดยจะมีค่าผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอยู่ที่ร้อยละ 2.8 ซึ่งสอดคล้องกับการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ และตามการศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะมีอัตราสูงมากที่สุดในสิบสามวันหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (+13)โดยจะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอยู่ที่ร้อยละ 4.13 และในการศึกษารูปแบบเดือนผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะติดลบค่อนข้างมากในช่วง 1 เดือนก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืนโดยจะมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอยู่ที่ร้อยละ -1.34แต่จะกลับมาเป็นบวกตั้งแต่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนโดยจะเริ่มตั้งแต่เดือนแรกหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน(+1) ที่ร้อยละ 3.63 และจะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงสุดอยู่ที่เดือนที่ 4(+4) โดยจะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอยู่ที่ร้อยละ 4.01 จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมจะเริ่มลดลงภายหลัง 4 เดือนหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน จึงสามารถอธิบายได้ว่าช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการปรับกลยุทธ์ลงทุนในหุ้นที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนนอกจากจะลงทุนในระยะสั้น 1,13 วัน แล้วการถือหุ้นที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนจะให้ผลตอบแทนมากที่สุดอีกครั้งในช่วง 4 เดือนหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน

จากการทดสอบทางสถิติสถิติ t-test (t-stats) และ Wilcoxon signed-rank (s-stats) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในภาพรวมของกลุ่มตัวอย่าง (Full sample) พบว่าจะเริ่มมีนัยสำคัญตั้งแต่วันแรกหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (post1day) โดยจะมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 เรื่อยไปจนกระทั่งถึงช่วง 1 เดือนหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (post1month) ที่ระดับนัยสำคัญจะปรับลงมาอยู่ที่ 0.05

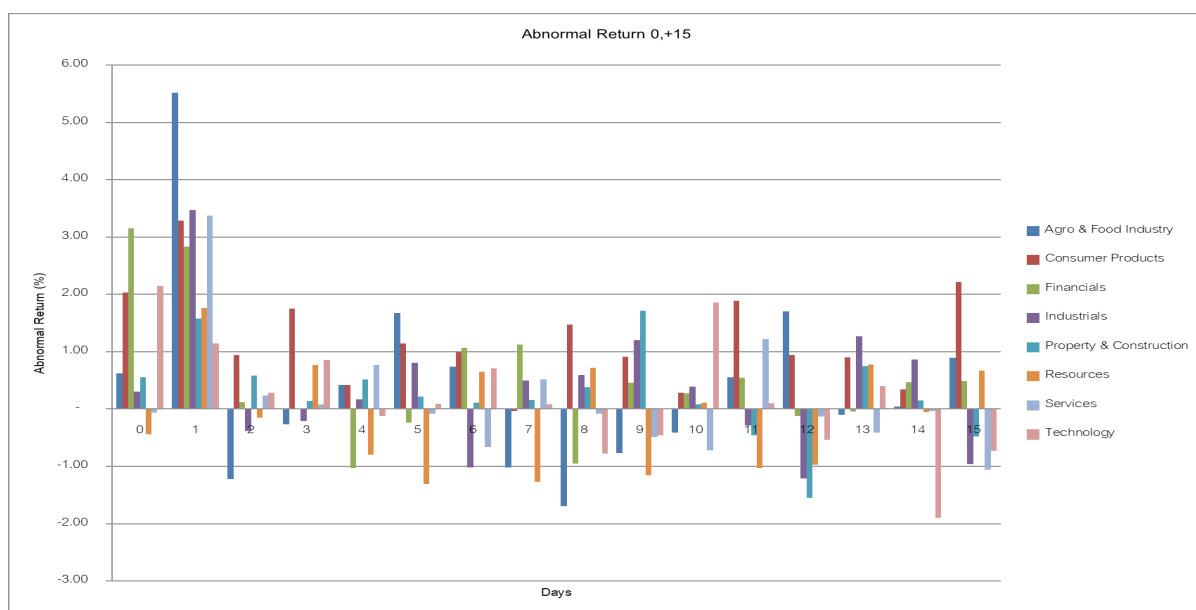
4.3 ผลการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้แบ่งประเภทของกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาด เอ็ม เอ ไอ ที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนตามกลุ่มอุตสาหกรรมตามประเภทธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนโดยจะแบ่งออกเป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ 1) กลุ่มธุรกิจอาหารและการเกษตร 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มการเงิน 4) กลุ่มอุตสาหกรรม 5) กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 6) กลุ่มทรัพยากร 7) กลุ่มธุรกิจบริการ 8) กลุ่มเทคโนโลยี และพบการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและผิดปกติสะสมดังนี้

รูปภาพ 1 การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน

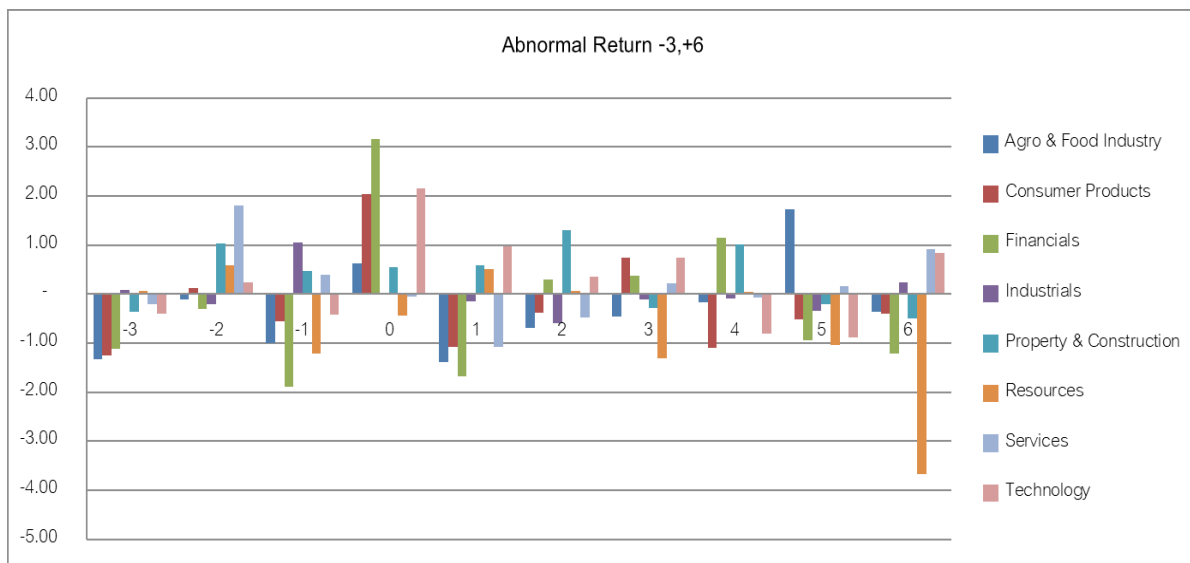


รูปภาพ 2 การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติภายหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน



จากรูปภาพ 1 และ 2 จะเห็นว่าการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้นจะแสดงผลอย่างเห็นได้ชัดในวันที่ 0 และชัดเจนที่สุดใน 1 วันหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน (+1) โดยกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงสุดคือ ธุรกิจการเกษตรและอาหาร (Agro & Food industry) โดยมีอัตราสูงสุดในวันก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน 15 วัน (-15) ที่ร้อยละ 3.04 และหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน 1 วัน (+1) ที่ร้อยละ 5.52 แต่สำหรับกลุ่มธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในการศึกษาในรูปแบบก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน 15 วัน และหลังประกาศซื้อหุ้นคืน 15 วัน (-15,+15) คือ กลุ่มธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Product) โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.61 ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยที่สูงที่สุดใน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม

รูปภาพ 3 การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในรูปเดือน



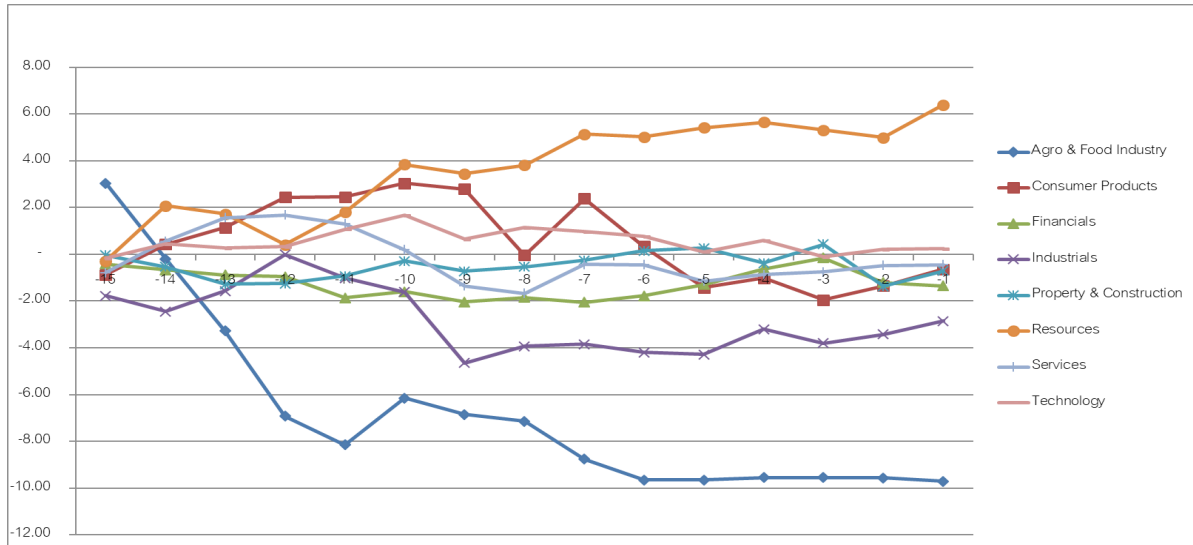
จากรูปภาพ 3 จะแสดงการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการศึกษาในรูปแบบก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน 3 เดือน และหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน 6 เดือน (-3,+6) จะสังเกตได้ว่าการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะสูงในเดือนที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน (0) ซึ่งกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสูงสุดคือ กลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) อยู่ที่ร้อยละ 3.15

ตาราง 3 แสดงอัตราเฉลี่ยของการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ

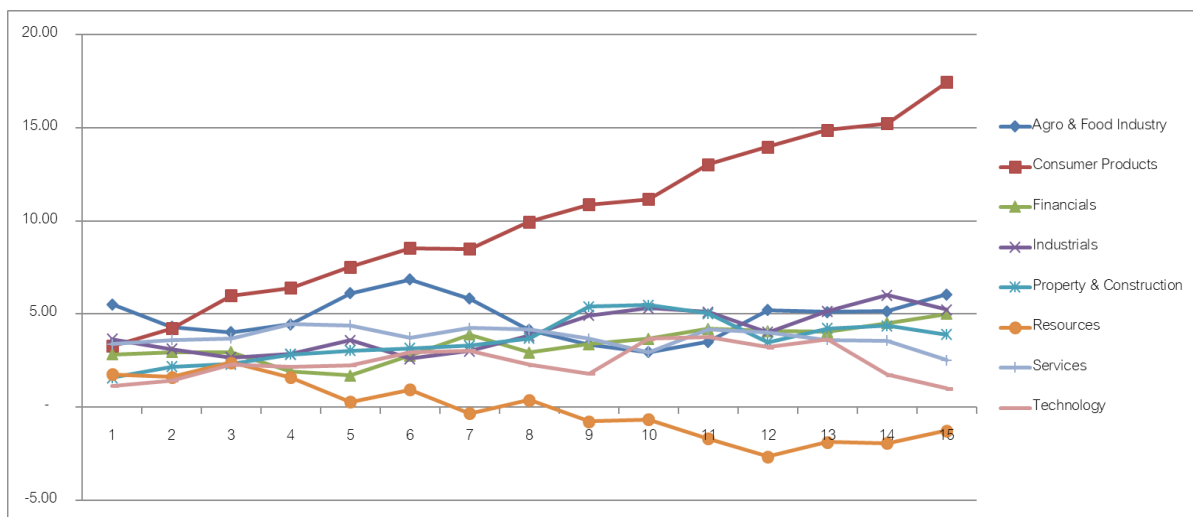
Abnormal Return (%)		
Sector	Day (-15,+15)	Month (-3,+6)
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (Agro&Food Industry)	-0.10	-0.32
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products)	0.61	-0.24
กลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials)	0.22	-0.22
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials)	0.04	-0.01
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Property&Construction)	0.12	0.37
กลุ่มทรัพยากร (Resources)	0.15	-0.64
กลุ่มบริการ (Services)	0.06	0.17
กลุ่มเทคโนโลยี (Technology)	0.11	0.28

จากตาราง 2 เป็นการแสดงการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในการศึกษาทั้ง 2 รูปแบบเพื่อเป็นประโยชน์ในการตัดสินใจในการลงทุน การกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุน

รูปภาพ 4 การเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน



รูปภาพ 5 การเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน



จากรูปภาพที่ 4 และ 5 เป็นกราฟที่แสดงให้เห็นชัดเจนว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เก็บข้อมูลก่อนวันประกาศซื้อคืนหุ้น 15 วัน และหลังวันประกาศซื้อคืนหุ้น 15 วัน ของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่มีค่าเป็นบวกภายหลังที่มีการประกาศซื้อคืนหุ้นอย่างชัดเจน ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมด้านทรัพยากรธรรมชาติที่ยังมีความเคลื่อนไหวเป็นลบ ซึ่งการทดสอบทดสอบทางสถิติ t-test (t-stats) และ Wilcoxon signed-rank (s-stats) ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 พบกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีนัยสำคัญหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน

ตาราง 4 อัตราการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมรูปแบบเดือนแยกตามกลุ่มธุรกิจ

Cumulative Abnormal Return: CAR (-3,+6 Month)								
Period	SECTOR OF INDUSTRY							
	AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURS	SERVICE	TECH
-3 month	-1.33	-0.93	-0.87	0.19	-0.44	0.60	-0.21	-0.32
-2 month	-4.43	0.82	-7.19	2.26	-1.61	-6.07	2.89	3.85
-1 month	-6.58	2.81	-6.96	2.29	-7.87	-1.77	1.55	2.18
+1 month	5.58	15.28	4.51	4.25	4.06	4.24	-0.42	1.52
+2 month	1.98	11.55	3.35	7.62	4.04	-6.25	2.20	-0.63
+3 month	-0.88	14.99	3.26	3.80	1.09	-2.61	2.17	4.59
+4 month	2.35	4.27	4.48	6.89	4.48	-0.83	2.64	5.06
+5 month	7.10	-2.68	1.16	4.44	2.87	-1.21	-1.05	6.89
+6 month	5.36	-6.25	-3.63	3.61	4.50	-1.22	-2.95	8.01

จะเห็นได้ว่าในระยะยาว 6 เดือนกลุ่มธุรกิจเทคโนโลยีเป็นกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงที่สุดที่ร้อยละ 8.01 แต่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมสูงที่สุดจะปรากฏในระยะเวลา 1 เดือนหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน โดยเป็นหุ้นในกลุ่มธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภคที่ร้อยละ 15.28

จากตารางที่ 4 และ 5 จะเป็นการแสดงการทดสอบทางสถิติของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 8 กลุ่ม ซึ่งสามารถอธิบายการซื้อหุ้นคืนและเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มอุตสาหกรรมใดบ้าง ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ให้ความเห็นว่าในกลุ่มตัวอย่างส่วนมากจะมีนัยสำคัญภายใต้การประกาศซื้อหุ้นคืน จนกระทั่งถึงช่วงระยะเวลาหลังการประกาศ 1 เดือน (post1month) ทั้งการทดสอบ t-test และ Wilcoxon signed-rank ในความเห็นของผู้วิจัยสามารถสรุปได้ว่าการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR) จะเป็นการเกิดแบบมีนัยสำคัญในช่วงระยะเวลาไม่เกิน 1 เดือน

ตาราง 5 ผลการทดสอบทางสถิติตามกลุ่มธุรกิจ t-stats

PERIOD	AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURS	SERVICE	TECH
pre3month	-1.12	-1.85	-1.34	0.50	-0.91	0.85	-0.34	-0.75
pre2month	-1.28	0.23	-3.21**	1.08	-0.71	-3.13*	0.57	0.76
pre1month	-1.29	0.65	-1.69	0.64	-1.64	-0.58	0.29	0.31
pre15days	0.89	-0.18	-1.11	-1.54	0.65	-0.03	-0.95	0.15
pre14days	-0.32	0.91	-1.17	-1.24	0.29	0.85	0.32	-0.07
pre13days	-0.95	1.41	-1.41	-2.27*	-0.33	0.67	0.88	-0.45
pre12days	-1.04	1.96	-1.33	-0.25	-0.12	0.11	1.00	-0.46
pre11days	-1.06	1.76	-1.43	-0.70	0.25	0.62	0.75	-0.05
pre10days	-0.95	2.21	-1.29	-1.19	0.50	1.04	0.15	0.14
pre9days	-0.92	2.02	-1.51	-2.45*	0.30	0.70	-0.96	-0.08
pre8days	-0.97	0.67	-1.31	-2.16*	0.32	0.65	-1.00	0.23
pre7days	-1.16	1.88	-1.21	-2.39*	0.51	0.63	-0.28	-0.24
pre6days	-1.21	0.57	-1.07	-2.85	0.60	0.77	-0.23	-0.34
pre5days	-1.25	-0.96	-0.84	-2.91	0.53	0.88	-0.52	-0.31
pre4days	-1.23	-0.90	-0.58	-2.03	0.33	0.77	-0.30	0.00
pre3days	-1.24	-1.01	-0.27	-2.32	0.57	0.70	-0.26	-0.06
pre2days	-1.25	-0.92	-0.45	-2.21	0.20	0.75	-0.15	0.10
pre1day	-1.26	-0.49	-0.37	-1.98	0.45	0.90	-0.16	0.25
post1day	2.55	3.80	1.64	1.88	2.49	1.67	2.13	0.98
post2days	1.97	1.73	1.72	1.56	2.50*	1.40	2.46 ^{1*}	1.15

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ** มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ตาราง 5 ผลการทดสอบทางสถิติตามกลุ่มธุรกิจ t-stats (ต่อ)

PERIOD	AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURS	SERVICE	TECH
post3days	2.27	1.75	1.33	1.32	2.33*	2.30	2.29*	1.14
post4days	2.15	2.22	0.84	1.18	2.49*	1.53	2.87**	1.16
post5days	2.42*	2.78	0.70	1.37	2.31*	0.58	2.65*	0.71
post6days	2.83*	3.20	1.26	1.01	2.13*	1.08	2.13*	0.52
post7days	2.89*	2.78	1.19	1.19	2.37*	0.33	2.42*	0.92
post8days	2.21	2.43	1.02	1.53	2.45*	0.57	2.36*	0.48
post9days	1.66	2.73	1.08	2.00	2.29*	0.28	2.25*	0.43
post10days	1.55	3.17	1.08	2.00	3.25**	0.08	1.77	0.98
post11days	1.88	3.15	1.29	1.95	2.57*	-0.09	2.42*	1.02
post12days	2.34*	3.45	1.15	1.46	2.05	-0.30	2.14*	0.85
post13days	2.42*	4.13	1.12	1.87	3.11**	0.02	1.82	1.06
post14days	2.82*	3.93	1.17	2.06	2.93**	-0.06	1.91	0.47
post15days	3.41**	4.19	1.45	1.26	2.44*	0.11	1.36	-0.03
post1month	1.91	4.55**	1.45	1.15	1.58	0.54	-0.17	0.55
post2month	0.38	2.71*	0.70	1.42	0.96	-0.77	0.51	-0.18
post3month	-0.15	3.06*	0.67	0.75	0.25	-0.25	0.46	0.86
post4month	0.36	0.57	0.91	1.02	0.98	-0.08	0.40	0.77
post5month	1.12	-0.26	0.17	0.55	0.53	-0.13	-0.16	0.98
post6month	0.72	-0.53	-0.48	0.37	0.65	-0.12	-0.45	1.08

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ** มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ตาราง 5 ผลการทดสอบทางสถิติตามกลุ่มธุรกิจ t-stats (ต่อ)

PERIOD	AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURS	SERVICE	TECH
pre3month	-0.77	-1.52	-1.50	0.81	-1.16	0.65	-0.70	-0.71
pre2month	-1.24	0.00	-2.41*	1.05	-0.69	-2.31*	-0.46	0.22
pre1month	-1.01	0.85	-1.57	0.48	-1.40	-0.42	-0.03	-0.19
pre15days	-0.06	0.34	-1.15	-1.45	0.59	0.18	-0.97	0.60
pre14days	-0.30	1.01	-1.01	-1.25	0.07	0.65	-0.35	0.34
pre13days	-0.53	1.01	-1.43	-1.93	-0.12	0.53	0.14	0.15
pre12days	-0.77	1.52	-1.29	-1.37	-0.14	-0.06	0.97	0.08
pre11days	-0.89	1.52	-1.43	-1.57	0.17	0.42	0.52	0.11
pre10days	-0.18	1.86	-1.08	-1.65	0.21	0.77	-0.18	0.15
pre9days	-0.06	1.52	-1.29	-2.37*	0.33	-0.06	-1.03	0.30
pre8days	-0.65	0.68	-1.08	-2.54*	0.31	-0.18	-1.31	0.30
pre7days	-1.36	1.69	-0.94	-2.58*	0.40	-0.30	-0.49	-0.37
pre6days	-1.13	0.85	-1.15	-2.37*	0.78	-0.18	-0.82	-0.45
pre5days	-1.13	-0.85	-0.94	-2.50*	0.59	0.06	-1.10	-0.26
pre4days	-0.89	-0.68	-0.66	-2.21*	0.07	0.06	-0.64	-0.11
pre3days	-0.89	-0.68	-0.11	-2.37*	0.40	-0.18	-0.34	0.15
pre2days	-0.89	-0.51	-0.18	-2.17*	-0.12	0.18	-0.27	0.34
pre1day	-1.13	0.00	-0.25	-2.25*	0.21	0.06	-0.03	0.52
post1day	2.67*	2.37	1.78	1.85	2.06*	1.72	2.52 ^{2*}	1.49
post2days	1.96	1.52	1.64	1.77	2.25*	1.60	2.62**	1.34

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ** มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ตาราง 5 ผลการทดสอบทางสถิติตามกลุ่มธุรกิจ t-stats (ต่อ)

PERIOD	AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURS	SERVICE	TECH
post3days	2.43*	1.52	1.22	1.33	1.99*	1.72	2.19*	1.57
post4days	1.48	2.03	0.73	1.37	2.39*	1.60	2.86**	1.76
post5days	1.84	2.03	0.59	1.73	2.20*	0.65	2.52*	1.27
post6days	2.19*	2.37	1.29	1.81	1.92	1.01	1.98*	0.82
post7days	2.19*	1.86	1.29	1.93	2.15*	0.77	1.98*	1.23
post8days	1.84	2.03	1.29	2.09*	2.39*	0.65	2.16*	0.56
post9days	1.24	2.03	1.29	2.29*	2.20*	0.18	2.07*	0.34
post10days	1.36	2.03	1.01	2.54*	2.53*	0.30	1.46	0.67
post11days	1.72	2.20	1.43	2.29*	2.15*	-0.18	2.10*	0.93
post12days	2.07*	2.20	1.08	1.71	1.73	-0.53	1.58	0.86
post13days	1.96	2.20	1.29	2.29*	2.30*	0.06	1.07	0.82
post14days	2.19*	2.20	1.15	2.42*	2.49*	-0.30	1.28	0.45
post15days	2.31*	2.20	1.36	2.05*	2.39*	-0.18	0.55	0.08
post1month	1.72	2.37*	1.71	2.01* ^{3*}	1.54	0.42	-0.06	0.37
post2month	0.06	2.03*	0.59	1.65	0.64	-0.65	0.94	-0.08
post3month	0.06	1.86	0.87	0.72	0.31	-0.30	0.46	0.85
post4month	0.42	0.51	0.66	0.68	0.92	-0.06	0.27	0.20
post5month	1.01	-0.17	0.25	-0.16	0.36	-0.18	-0.24	0.28
post6month	0.89	-0.68	-0.18	-0.64	0.54	0.06	-0.67	0.85

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ** มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

5. เสนอแนะสำหรับการทำวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของงานวิจัย

5.1 ข้อเสนอนแนะสำหรับวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในอนาคตอาจจะขยายระยะเวลาการวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นให้พิจารณาถึงผลกระทบในระยะเวลาที่ยาวขึ้น(Long-run) และคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติออกไปในระยะยาว 1 ปี ถึง 3 ปีรวมถึงการใช้การวิเคราะห์แบบ Calendar-Time เพื่อเป็นการครอบคลุมเหตุการณ์ที่สำคัญอื่น ๆ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการประกาศซื้อหุ้นคืนและอาจจะเพิ่มปัจจัยต่าง ๆ ที่จะนำมาแบ่งกลุ่มของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้หลากหลายขึ้น โดยอาจจะนำตัวแปรที่เกี่ยวข้อง เช่น CAPM และ Fama and French 3 Factors Model รวมกับ Carhart4Factors Model มาปรับใช้ อีกทั้งยังสามารถเพิ่มการเปรียบเทียบการเกิด ผลตอบแทนที่ผิดปกติและผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมระหว่างกรณี ซื้อหุ้นคืน กับ กรณีอื่น ๆ เช่น การประกาศจ่ายปันผล เหตุการณ์ทางการเมือง เป็นต้น

5.2 ประโยชน์ของงานวิจัย

เพื่อทำให้การตัดสินใจของนักลงทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ในช่วงเวลาที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืน จากบริษัท เพื่อให้ให้นักลงทุนได้รับประโยชน์สูงสุดจากการถือหุ้นของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืน แสดงให้เห็นถึงความไม่เท่าเทียมในการรับรู้ข่าวสารของนักลงทุนรายย่อยกับผู้บริหารเพื่อเป็นปัจจัยในการพิจารณาการซื้อขายหุ้นของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน

6. สรุปผลงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ในการแสดงให้เห็นว่า การซื้อหุ้นคืนนั้นทำให้เกิดการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติและผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตามมา ซึ่งการซื้อคืนหุ้นนั้นเป็นอีกหนึ่งเครื่องมือทางการเงินที่มีการใช้อยู่ในปัจจุบัน และงานวิจัยชิ้นนี้ยังสะท้อนให้เห็นว่าในวงการหุ้นข้อมูลวงใน หรือ Insider ยังมีผลกับราคาหุ้น และเพื่อเป็นการกำหนดแผนการในการลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยที่อาจจะไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลได้เท่าเทียมกับนักลงทุนรายใหญ่ หรือ นักลงทุนที่มีข้อมูลที่ได้เปรียบ (Informed Investor) จึงสามารถใช้งานวิจัยฉบับนี้เป็นเครื่องมือในการหาจังหวะในการลงทุนในเวลาที่เหมาะสมต่อไป

6.1 อภิปรายผล

จากการศึกษาเรื่องของการพิจารณาผลกระทบของการประกาศซื้อหุ้นคืนต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยสามารถสรุปประเด็นและอภิปรายผลการวิจัยได้ดังนี้

6.1.1 ด้านของการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return : AR) และผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR)

ผลการศึกษาพบว่า การประกาศซื้อหุ้นคืนมีผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติตามสมมุติฐานที่ 1 (H1) ซึ่งผลการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยพบว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเริ่มเกิดขึ้นก่อนวันประกาศซื้อหุ้นคืน 1 วัน (-1) วันที่ประกาศ (0) และสูงสุดภายหลังวันที่ประกาศ 1 วัน (+1) ที่ร้อยละ 2.80 ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ เอกวัฒน์ โชติชัชวาลวงศ์ (2554) ได้ศึกษาเกี่ยวกับ “การซื้อคืนหุ้นและประสิทธิภาพของตลาด:หลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” เริ่มศึกษาจากวันที่ 4 กรกฎาคม 2544 เก็บข้อมูลมาวิเคราะห์เป็นเวลา 3 ปี จากผลการศึกษาพบว่า ในช่วงก่อนวันประกาศซื้อคืนหุ้น บริษัทมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยส่วนใหญ่เป็นลบ และมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเป็นลบอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งถึงวันประกาศซื้อคืนหุ้นพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติส่วนใหญ่เริ่มมีค่าเป็นบวกและมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และยังสอดคล้องกับบทความของ นราทิพย์ ทับเที่ยง (2552) ที่ผลการวิจัยปรากฏผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกก่อนการประกาศซื้อหุ้นคืน

ในด้านของงานวิจัยต่างประเทศการศึกษาครั้งนี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยจากต่างประเทศของ Wen Zhou (2014) ได้ศึกษาเกี่ยวกับ “ความสัมพันธ์ระหว่างหุ้นซื้อคืนและผลตอบแทนที่ได้รับของประเทศในทวีปยุโรปที่เข้าร่วมกลุ่มสหภาพยุโรปก่อนปี ค.ศ. 2006” (ออสเตรีย, เบลเยียม, ลักเซมเบิร์ก, เนเธอร์แลนด์, อิตาลี, ฝรั่งเศส, กรีซ, ไอร์แลนด์, โปรตุเกส, สเปน, เยอรมนี และฟินแลนด์) โดยกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยหุ้นซื้อคืนจำนวน 588 หุ้นที่ประกาศซื้อคืนภายในปี ค.ศ.2006-2013 จากการศึกษาพบว่าการประกาศซื้อคืนนั้นมีผลเป็นบวกต่อหุ้นของบริษัทที่ประกาศซื้อคืนทั้งในช่วงเวลาปกติและในช่วงที่ทวีปกำลังเผชิญกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ โดยมีนัยสำคัญที่การเกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสมในเชิงลบก่อนหน้าที่จะมีการประกาศซื้อคืนหุ้นอยู่ที่ 0.647% และค่อย ๆ กลับมาเป็นบวกตามลำดับหลังมีการประกาศซื้อคืนหุ้นที่ 2.39% และสมมติฐานความต่ำการมูลค่า (Undervaluation Hypothesis) ในมุมมองของผู้วิจัยมีความเห็นว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนนั้นเป็นเครื่องมือทางการเงินที่เป็นสากลในลดความต้องการในตลาดหลักทรัพย์เพื่อปรับราคาหุ้นให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

6.1.2 ความแตกต่างของปฏิกิริยาตอบสนอง

การประกาศซื้อหุ้นเกิดขึ้นในทุก ๆ ประเทศทำให้ผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประกาศซื้อหุ้นคืนเป็นไปในทิศทางเดียวกันทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ แต่ในประเทศที่มีความก้าวหน้าทางด้านการเงินทำให้การจัดการด้านข้อมูลมีประสิทธิภาพมากขึ้นโดยจะเห็นได้จากงานวิจัยของ Dan Xing (2014) ได้ศึกษาเกี่ยวกับ “ผลกระทบและแรงขับเคลื่อนของหุ้นซื้อคืนในระยะสั้นและระยะกลางในประเทศจีนและสหรัฐอเมริกา” โดยใช้รายชื่อหลักทรัพย์ที่มีอยู่ใน NYSE, NASDAQ หรือ SSE โดยใช้รูปแบบการศึกษาแบบการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2004 จนถึง 31 ธันวาคม 2013 การศึกษาครั้งนี้ได้ครอบคลุมการคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในวันที่มีการประกาศซื้อคืนหุ้นและความแตกต่างของผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติในแต่ละช่วงเวลาก่อนและหลังเหตุการณ์

ผลการศึกษาปรากฏว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติปรากฏให้เห็นภายในช่วงเวลาสั้นมาก [-1,+1] และในระยะกลางจะมีผลตอบแทนที่ผิดปกติที่ [+20, +150] ทั้งในประเทศจีนและสหรัฐอเมริกา แต่ในส่วนของช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ทั้งสองประเทศมีผลการศึกษาที่ออกมาขัดแย้งกัน ซึ่งของประเทศจีนจะเป็นไปในเชิงบวกที่ 0.0126% และของสหรัฐอเมริกาวill อยู่ -0.0153% โดยผลการศึกษาในสหรัฐอเมริกาที่เป็นลบแสดงให้เห็นว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกาวill ทำการซื้อคืนหุ้นก็ต่อเมื่อหุ้นของบริษัทนั้นมีราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่แท้จริง ในขณะที่เดียวกันก็แสดงให้เห็นว่าตลาดของประเทศจีนนั้นมีการตอบสนองที่อ่อนไหวต่อข้อมูลข่าวสารที่ถูกส่งออกมาในเรื่องของการซื้อคืนหุ้นโดยจะเห็นได้จากช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศที่ได้ผลการศึกษาไปในเชิงบวก แต่อย่างไรก็ตามก็ไม่รุนแรงพอที่จะถือว่ามีนัยสำคัญ

งานวิจัยจากต่างประเทศข้างต้นนี้ผู้วิจัยมีความตั้งใจที่จะแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างตลาดหลักทรัพย์แบบเอเชียและแบบอเมริกา ซึ่งอาจจะเป็นความแตกต่างทางด้านวัฒนธรรมจึงทำให้ตลาดทางฝั่งจีนเกิดการรั่วไหลของข้อมูลภายใน (Insider) ซึ่งมีความคล้ายคลึงกับงานวิจัยที่ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย และผลการศึกษาของผู้วิจัยเองก็ยังสอดคล้องกับงานวิจัยฉบับนี้ในส่วนที่เป็นการเก็บข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน เมื่อมีการประกาศซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยจะทำให้ ผลตอบแทนที่ผิดปกติและผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม เพิ่มขึ้นก่อนวันประกาศ 1 วัน (-1) เพราะฉะนั้นผู้วิจัยจึงสรุปในด้านนี้ได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ในแถบเอเชียยังมีความไม่สมมาตรของข้อมูล และยังไม่สามารถพูดได้ว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559). *การซื้อหุ้นคืน*. ค้นเมื่อ 14 พฤษภาคม 2559 ,
จาก https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/share_repurchase_p1.html
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559). *ประวัติและบทบาท*. ค้นเมื่อ 14 พฤษภาคม 2559,
จาก https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html
- นราทิพย์ ทับเที่ยง. (2552). การศึกษาผลกระทบการซื้อหุ้นคืนต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดเอ็ม เอ ไอ. *วารสารบริหารธุรกิจ นิคม*, เล่มที่ 5 : 106-133.
- มฤตฤณ แจ่มอารพรา. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและการประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Unpublished Independent Study). วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- ปราย. (2559). *ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด*. ค้นเมื่อ 14 พฤษภาคม 2559, จาก <https://salamanderr.wordpress.com/2008/12/16/%E0%B8%97%E0%B8%A4%E0%B8%A9%E0%B8%8E%E0%B8%B5%E0%B8%9B%E0%B8%A3%E0%B8%B0%E0%B8%AA%E0%B8%B4%E0%B8%97%E0%B8%98%E0%B8%A0%E0%B8%B2%E0%B8%9E%E0%B8%95%E0%B8%A5%E0%B8%B2%E0%B8%94/>
- วิศิษฐ์ องค์พิพัฒนกุล. (2559). *Signaling Theory*. ค้นเมื่อ 14 พฤษภาคม 2559, สืบค้นจาก <http://thaiknowledgemanagement.blogspot.com/2006/12/signaling-theory.html>
- เอกวัฒน์ โชติชัชวาลวงศ์. (2554). *การซื้อคืนหุ้นและความมีประสิทธิภาพของตลาด : หลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. Unpublished Independent Study. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- Abnormal Return. (2016). Retrieved April 22, 2016, from <https://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp>
- Lars Axelsson and Philip Brissman. (2015). *Share repurchase announcements and abnormal returns for Swedish listed real estate companies*. Retrieved April 22, 2016, from <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:497867/FULLTEXT01.pdf>
- Modigliani-Miller theorem. (2016). Retrieved April 22, 2016, from https://en.wikipedia.org/wiki/Modigliani-Miller_theorem
- Zhou, Wen. (2014). *The Relationship between Stock Repurchase and Returns and the Effect of Repurchase Size A Case in Euro Crisis*. Unpublished Master's thesis. Tilburg University, Netherlands.
- Xing, Dan. (2014). *The effects of share repurchase on stock returns*. Unpublished Master's thesis. Universiteit van Tilburg, Netherlands.